

EDITORIAL

FRAGILIDAD

Los datos más recientes de la economía española apuntan a una estabilización de la actividad, con suaves alzas en los próximos trimestres. La fragilidad, sin embargo, es elevada. La magnitud de los desequilibrios que aún padece la economía significa que es muy vulnerable, especialmente ante una evolución adversa de los mercados financieros internacionales.

Tal vez el riesgo más significativo es el que emana de los EE. UU., país inmerso en un complejo ejercicio de retirada de liquidez que, por la importancia del mercado financiero estadounidense en la economía internacional, va a tener vastas consecuencias a escala planetaria.

La reanudación del crecimiento en los EE. UU. tras la crisis financiera internacional de 2008-09 es el resultado de diversos factores, pero sin duda el más importante es el enorme impulso monetario que han supuesto las sucesivas rondas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*). Deshacer esa política monetaria expansiva no ortodoxa no va a ser una tarea sencilla. El simple anuncio, el pasado mes de mayo, de que el ejercicio iba a empezar en pocos meses (el famoso *tapering*) ha tenido a lo largo del verano enormes efectos en muchos mercados financieros y, de manera especial, en los tipos de interés a largo plazo y los mercados de divisas emergentes. Ha obligado a las autoridades monetarias y fiscales de muchos países a alterar sus planes de política económica para que el impacto de los cambios en los flujos de capitales internacionales no alterara el rumbo básico de sus economías. ¿Qué sucederá el día en que, efectivamente, se inicie la estrategia de salida de la política monetaria no ortodoxa?

De momento, la Reserva Federal ha postergado el *tapering*. En parte, alarmada por la adversa y rápida reacción de los mercados al mero anuncio de una disminución en el ritmo de compras de deuda. Pero también, a la vista de los datos poco concluyentes sobre el vigor de la recuperación económica y de las complejas negociaciones presupuestarias a las que se enfrenta la Administración Obama este otoño.

Sin embargo, la decisión sobre la disminución y eventual retirada de los impulsos monetarios deberá tomarse y es preciso calibrar los riesgos que conlleva. Si la estrategia de salida se implanta con excesiva celeridad, se corre el riesgo de cercenar una recuperación económica que aún es débil, lo que provocaría una recaída en la recesión. Esto es lo que ha valorado la Fed en su decisión de septiembre, sorprendiendo a los mercados financieros. La postergación del *tapering*, aunque solo sea durante unas semanas, ha empujado las bolsas hacia arriba y los tipos de interés a largo de las economías de referencia hacia abajo. Los capitales también han vuelto a las economías emergentes.

Por otro lado, si la retirada de la inyección monetaria es demasiado tardía los riesgos no son menores. Si la recuperación gana suficiente vigor, las presiones inflacionistas pueden crecer y enquistarse. Se pueden alimentar también nuevas burbujas financieras. En este escenario la subida de tipos necesaria probablemente sería elevada, difícilmente soportable incluso por una economía que hubiera alcanzado velocidad de crucero. En cualquier caso, la alta volatilidad provocada por el proceso de disminución de los estímulos monetarios va a ser inevitable.

Para la economía española el dilema de la política monetaria norteamericana va a ser crucial. Un *tapering* temprano transmite tipos altos a la zona euro, lo que tenderá a frenar el ritmo de recuperación en nuestra área monetaria. La ralentización será aún mayor si el *tapering* hace descarrilar la recuperación en los EE. UU., un socio comercial muy importante para la zona euro.

Un *tapering* tardío podría comportar en última instancia tipos de interés aún más altos, y sería más difícil evitarlos en Europa. Aunque, como contrapartida, ese impacto adverso sucedería en un entorno más benigno, con una recuperación algo más asentada en la eurozona.

Temprana o tardía, la retirada de la política monetaria laxa en EE. UU. es una amenaza para la frágil economía española, por lo que urge continuar reduciendo los desequilibrios y, de este modo, estar mejor capacitados para soportar los embates que provengan de los mercados financieros internacionales.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de septiembre de 2013